

FLASH – ENERGIES ALTERNATIVES



17 juillet 2015

Solaire : La correction des cours paraît exagérée et signale un point d'entrée

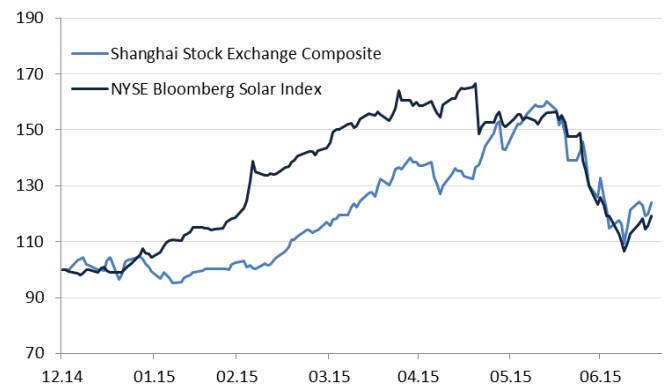
Points clés:

- Le secteur solaire corrige de -35% entre le 19 mai et le point bas du mois de juillet 2015
- La contraction paraît exagérée : les indices et ETFs solaires ont en fait subi de plein fouet les prises de profit opérées sur le marché chinois
- Le climat d'investissement en berne et la nouvelle contraction des cours du brut (-15.67%) ont également eu un impact négatif
- La confiance des analystes est restée intacte : les fondamentaux sont excellents, notamment du côté de la demande ; la Chine et l'Inde multiplient leurs déclarations en faveur des énergies alternatives et du solaire en particulier
- Le secteur résidentiel décolle aux États-Unis
- Notre focus sur quelques acteurs du marché

nous dans la correction importante de la bourse chinoise sur la même période, minée par des prises de profits liées aux doutes quant à la vigueur de la croissance dans le pays.

À la fin du mois de mai, l'indice NYSE Bloomberg Solar était en effet composé à hauteur de 49.3% d'entreprises chinoises. La chute des cours des valeurs chinoises est donc déterminante dans le mouvement observé sur le segment solaire.

Cours du segment solaire et de la bourse chinoise (31.12.2014-16.07.2015)



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

Le solaire corrige de -35% en quelques semaines

Dans notre dernier « Flash – Énergies Alternatives » du 18.05.2015, nous relevions la performance impressionnante du segment solaire depuis le début de l'année. Les investisseurs ont cependant pu constater que la progression observée fut largement entaillée au cours du mois de juin. L'indice NYSE Bloomberg Solar a en effet cédé -36.15% entre le point haut du 19 mai et le début du mois de juillet.

Pourtant, les observateurs s'accordent de manière quasiment unanime sur la solidité des fondamentaux relatifs à l'industrie solaire.

Comment alors expliquer cette correction ?

Si les analystes ont parfois cherché des réponses au niveau microéconomique, le principal élément à relever réside selon

À cet élément s'ajoute le climat d'investissement globalement plus tendu depuis la fin du mois de mai, qui a forcément impacté le reste des marchés actions. Parmi les éléments marquants, citons les craintes qui se matérialisaient petit à petit au sujet de la crise grecque, celle-ci n'ayant trouvé son épilogue – encore fragile – qu'au début du mois de juillet.

Les prises de profits se sont ainsi d'abord dirigées sur les segments risqués: avec leur beta généralement élevé, les titres du secteur solaire constituaient en effet de bons candidats à la réduction des parts actions.

Ceci, d'autant plus que les cours du brut marquaient une nouvelle contraction (-15.67% depuis la fin du mois de mai). Or, les investisseurs – nous avons eu

L'occasion de développer ce phénomène dans nos différentes analyses cette année – ont tendance à associer de manière irrationnelle la demande pour les technologies solaire et éolienne à l'évolution des cours du brut¹.

Perspectives pour le deuxième semestre 2015

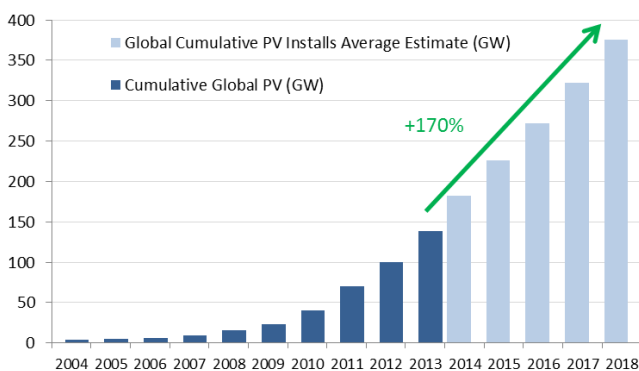
La correction observée de plus de -35% au cours des deux derniers mois dans le segment solaire (NYSE Bloomberg Solar Index) constitue sans doute une excellente opportunité d'investissement à long terme. Les résultats du deuxième trimestre devraient en effet à nouveau surprendre positivement les investisseurs, les fondamentaux étant toujours excellents pour les entreprises du secteur.

Le « timing » apparaît selon nous idéal pour offrir un point d'entrée intéressant aux investisseurs sur ce marché porteur, avant la publication des résultats et après la sévère correction enregistrée (qui a effacé l'essentiel de la progression de près de +70% enregistrée entre janvier et mai).

Les perspectives sont en effet très largement positives en ce qui concerne la demande d'installations solaires. Celle-ci est élevée, à la fois du point de vue des gouvernements, qui augmentaient encore récemment leurs objectifs, mais également en ce qui concerne le marché du solaire distribué (au moyen d'installations de petite envergure chez les entreprises et les particuliers).

SolarPower Europe, l'Association Européenne de l'Industrie Photovoltaïque, prévoit ainsi une augmentation de plus de +170% des installations solaires dans le monde entre 2013 (138.8 GW) et 2018 (375.5 GW).

Capacités solaires totales (2004-2018)



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

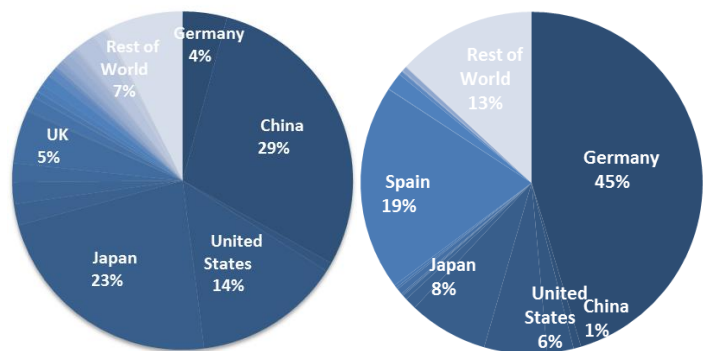
En ce qui concerne la répartition géographique du marché du solaire, un rapide coup d'œil suffit pour se rendre compte que les déterminants de la demande ont été complètement bouleversés depuis quelques années.

L'existence de nouveaux marchés de croissance permet ainsi aux prévisionnistes de réitérer leur confiance quant au développement de la technologie solaire au cours de la prochaine décennie.

En effet, alors que l'Allemagne et l'Espagne dominaient le secteur en 2007 (avec respectivement 45% et 19% des nouvelles installations cette année-là), l'Europe occupe aujourd'hui une place minoritaire dans le développement de la technologie solaire.

La Chine – dont le marché était encore quasiment inexistant en 2007 – et le Japon représentaient ainsi à eux seuls plus de la moitié des nouvelles installations en 2014. La part des États-Unis se renforçait en même temps de 6% en 2007 à 14% en 2014, comme en témoigne le graphique suivant.

Part des nouvelles installations solaires (2014 vs 2007)



Source : Bloomberg, BBGI Group SA

L'engagement des gouvernements reste crucial dans le développement de la technologie, même si celle-ci atteint la parité avec le réseau électrique dans bon nombre de régions du monde. Or, la Chine et l'Inde se sont récemment exprimées en faveur d'une augmentation drastique de leurs capacités solaires au cours des prochaines années.

Le gouvernement chinois a en effet émis de nouveaux objectifs de réduction de ses émissions de CO₂. D'ici 2030, les émissions par unité de PIB devront donc avoir diminué de -60% à -65% par rapport aux niveaux de 2005. Afin d'atteindre ces objectifs ambitieux, le gouvernement vise à développer une capacité éolienne et solaire totale de 200 GW et 100 GW respectivement. Les déclarations du Vice-secrétaire général de l'Association Chinoise de l'Industrie des Energies Renouvelables, qui assurait qu'il était « possible d'installer 40 à 50 gigawatts de capacités solaires chaque année », ont également contribué à la révision à la hausse des attentes des analystes en termes de capacités installées dans le pays.

En Inde, le gouvernement du Premier Ministre Narendra Modi a récemment multiplié par cinq ses objectifs en matière de capacités solaires pour 2022. De 20 GW, l'objectif est ainsi passé à 100 GW.

Les États-Unis constituent également un marché de croissance pour le solaire, et notamment pour le solaire distribué. Le pays abrite en effet des sociétés très innovantes

¹ Voir notre analyse « Énergie solaire et éolienne : Peut-on encore parler d'une corrélation avec le baril de brut ? » du 13 janvier 2015

dans le domaine du solaire résidentiel, proposant par exemple, à l'image de SolarCity, de nouveaux services de financement (détails en troisième partie de cette analyse).

Enfin, selon la SEIA (Solar Energy Industry Association), malgré le démarrage assez lent observé depuis le début de l'année aux États-Unis, le pays devrait connaître une forte accélération et atteindre 8 GW de nouvelles capacités installées en 2015, contre 6.3 en 2014. La temporalité, avant l'expiration du crédit d'impôt octroyé à hauteur de 30% des montants investis, est en effet fatalement décisive. Toutefois, l'extension de ce crédit d'impôt pourrait se concrétiser, comme le démontrent les multiples initiatives bipartisanes au Congrès allant dans ce sens.

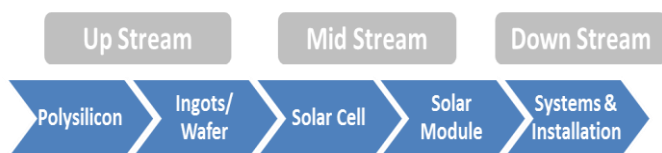
Les investisseurs qui souhaiteraient définir une exposition en actions du secteur solaire, ou profiter de la correction récente pour augmenter leurs positions, trouveront dans la dernière partie de cette analyse quelques éléments récents concernant certains acteurs « clés » du segment.

Focus – Les sociétés privilégiées des analystes

Tous les titres présentés dans cette section constituent des investissements dits « spéculatifs » : le rendement potentiel est très élevé à long terme, mais les titres de ces sociétés peuvent également subir des revers importants (+30% -30%).

L'ordre de présentation reflète la place de l'entreprise au sein de la chaîne de valeur du secteur solaire, rappelée dans le graphique ci-dessous.

Secteur solaire – Chaîne de valeur



Source : BBGI Group SA

- **MOTECH INDUSTRIES** (6244) : Fabricant de cellules pour les panneaux solaires.
 - Le titre est un pionnier du solaire à Taïwan depuis 1998 et bénéficie ainsi d'une solide expérience dans son domaine. Après sa fusion avec Topcell International, effective au 1^{er} juin 2015, la société est devenue le second fabricant de cellules solaires au monde.
 - Son positionnement est favorable pour le marché américain : le titre est le seul fabricant taiwanais à bénéficier de taxes à l'importation inférieures à celle imposée aux fabricants chinois (11.45% contre 30% en moyenne).
 - Du côté de ses résultats, les analystes s'attendent à une réduction considérable de la perte nette au deuxième et troisième trimestre 2015, avec le rebond des prix de vente des cellules solaires (considérant l'impact de la saisonnalité négative au premier trimestre).

- **XINYI SOLAR HOLDINGS** (968) : Producteur de verre solaire ultra-transparent, brut ou finalisé. L'entreprise est également active dans la gestion de parcs solaires.

- En tant que premier producteur mondial de verre solaire ultra-transparent, la société détient 30% de parts de marché dans ce secteur.

- Le titre est bien positionné dans les conditions actuelles de marché : la baisse du prix de vente des panneaux solaires est finalement peu corrélée avec le prix du verre solaire dans le temps. De plus, cette baisse lui profite directement dans son activité de gestion de parcs solaires.

- Le consensus des analystes est élevé (>80% « Bulls »), notamment en raison de la publication par la société d'une « profit alert » le 12 juin dernier. Celle-ci visait à informer ses actionnaires que le profit net pour le premier semestre serait supérieur d'au moins +150% à celui du deuxième semestre 2014.

- **VEECO INSTRUMENTS** (VECO) : Fournisseur de solutions dans le domaine du HB-LED, du solaire, du stockage de données, ou encore des semi-conducteurs.

- La société présente un avantage compétitif clair dans le processus MOCVD (« Procédé de dépôt en phase vapeur d'un produit chimique organométallique »), qui permet de créer des couches cristallines utilisées notamment dans la fabrication des cellules solaires.

- Au premier trimestre 2015, le titre publiait des résultats supérieurs aux attentes : les commandes atteignaient ainsi 102 millions de dollars, tandis que la marge brute affichait 38%.

- **CANADIAN SOLAR** (CSIQ) : Fabricant de panneaux solaires pour l'utilisation commerciale, résidentielle et industrielle.

- La Direction a récemment réitéré son objectif de 2.8 à 3 milliards de dollars de chiffre d'affaire pour 2015.

- L'entreprise présente un engagement important en matière de R&D, qui lui permet notamment de tabler sur une amélioration significative de l'efficacité de sa cellule solaire Onyx (de 18.3% à 20% d'ici 2017).

- Une « YieldCo »² est prévue pour 2016. Les liquidités disponibles aux fins de distribution atteindront 50-60 millions de dollars, en ligne avec les attentes, et devraient progresser jusqu'à 67-80 millions d'ici 2018 (soit un CAGR supérieur à 15%).

- La Commission européenne a décidé d'imposer des taxes à l'importation (jusqu'à 43%) sur trois fabricants de panneaux solaires chinois, dont les divisions chinoises de CSIQ, qu'elle accuse de ne pas avoir respecté l'accord de prix minimal. Or, cette décision pourrait au final bénéficier à la

² Une Yieldco est littéralement une « société de rendement », cotée en bourse et mise sur pied pour la détention d'actifs opérationnels (par exemple, des parcs solaires et éoliens) dans le but de produire des flux de trésorerie stables et prévisibles grâce à la signature de contrats à long terme. Cette forme de société est majoritairement utilisée dans le secteur des énergies alternatives.

société. Le marché européen, s'il constitue tout de même 8% des ventes, est relativement restreint pour le titre, et surtout peu rentable étant donné la faiblesse des marges. Cette décision participe également à libérer la société pour exporter depuis le Canada, le Vietnam ou l'Indonésie sans se soucier des prix de vente minimaux.

- **ENPHASE ENERGY (ENPH)** : Fournisseur de solutions permettant d'améliorer la productivité et la fiabilité des panneaux solaires.

- Le titre séduira les investisseurs à la recherche de croissance à un prix raisonnable (GARP), ce dernier ayant subi un sell-off depuis la fin du mois de mars (-52.01% au 16 juillet). Les analystes jugent globalement ce mouvement exagéré en raison de la bonne marche des affaires de la société.

- Le CEO s'est d'ailleurs récemment exprimé pour mettre un terme aux rumeurs de pertes de parts de marché sur le marché américain. À notre avis, l'impact de la concurrence (notamment de la part de Solaredge) est déjà pris en compte dans les prix actuels.

- L'entreprise dispose d'un potentiel très intéressant pour ses solutions de micro-onduleurs dans le solaire distribué aux États-Unis, un secteur que nous avons déjà présenté à plusieurs reprises et qui demeure en forte croissance. Le récent contrat signé par la société avec Repower by Solar Universe, qui fait du titre son premier fournisseur pour ses solutions de « smart home », témoigne de la qualité des produits et des solutions proposées par ENPH.

- **SOLARCITY (SCTY)** : Le titre propose des services liés à l'énergie solaire : design, financement, installation et monitoring des installations solaires de particuliers, entreprises et organisations.

- Au premier trimestre, la société a publié des résultats supérieurs aux attentes. Le volume des installations (153MW) s'est également révélé supérieur à l'objectif fixé par la direction (145 MW), surprenant positivement les analystes.

- Si les données relatives au service de « prêt solaire » (premier prêt intégralement remboursé par les rendements en énergie revendus au réseau) ont légèrement déçu (15% des installations contre 25-30% attendus), la société a présenté au premier trimestre de nouvelles mesures qui permettront aux investisseurs de mieux évaluer la performance de ce segment.

- L'entreprise a signé un partenariat, certes non exclusif, avec Tesla pour devenir l'un de ses fournisseurs de solutions solaires pour la commercialisation des nouvelles batteries de maison « Powerwall », alimentées par des panneaux solaires.

- **SOLAREDGE TECHNOLOGIES (SEDG)** : Fournisseur de solutions d'optimisation et de monitoring des installations solaires.

- La société, créée en 2006, a été introduite en bourse le 26 mars dernier, dégageant 126 millions de dollars par l'émission de 7 millions d'actions au prix de 18\$. Le cours est alors monté dans la journée jusqu'à 20.62\$, contrairement au marché qui restait plutôt dans le rouge ce jour-là.

- La société a également conclu un accord avec Tesla pour fournir une partie des installations solaires liées à la solution « Powerwall ». Moins connue que SCTY, la société bénéficie ainsi d'un coup de projecteur bénéfique sur ses solutions de haute qualité.

- Au dernier trimestre, le titre faisait état de résultats particulièrement solides, pour sa première conférence autour de ses résultats après son entrée en bourse. Le résultat par action (EPS) était ainsi deux fois supérieur aux attentes des analystes (0.20\$). La direction révisait à la hausse ses objectifs par la même occasion.

Conclusion

Les titres du secteur solaire ont subi des prises de profits importantes au mois de juin, impactés par la chute de la bourse chinoise, le climat macroéconomique mitigé ou encore par la correction des cours du brut.

Les éléments à disposition nous poussent à considérer ce mouvement comme un point d'entrée intéressant pour les investisseurs, avant la publication des résultats du deuxième trimestre qui devraient généralement s'avérer en hausse.

La demande pour le solaire reste très présente, elle est concentrée en 2015 autour de l'Asie et des États-Unis.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch